

Regard sur les marchés

Pavé d'échéances européennes cruciales, le mois de juin s'avère au final moins rude qu'attendu pour la plupart des actifs risqués. Les obstacles très redoutés que constituaient d'une part les élections législatives grecques, et d'autre part le **sommet de l'Union Européenne**, ont finalement été franchis avec, à la clef, des **signaux positifs** que plus personne n'osait attendre. Il faut saluer le travail de communication absolument remarquable fait par les autorités et gouvernants européens. Leur objectif était clairement, après maints sommets décevants, de désamorcer tout excès d'attente dans les marchés, mission accomplie puisqu'après une phase en sinusoïde, les bourses saluent par un très beau rebond les avancées du sommet fin juin. C'est l'Europe qui en profite le plus avec environ 8 % de progression sur le mois dont près de 5 % sur la seule dernière séance, mais les bourses internationales ne sont pas en reste, soulagées par le retrait de l'épée de Damoclès qui pesait indirectement sur la croissance mondiale. Les rendements périphériques sont également les grands bénéficiaires de ces avancées politiques, avec un recul des taux italiens et espagnols supérieur à 100 bp sur les taux courts et à 50 bp sur les taux longs, tout l'enjeu étant désormais de **pérenniser cette normalisation amorcée du taux de financement des économies du sud de la zone**.

• Les décisions prises fin juin sont-elles enfin de nature à apporter un apaisement durable aux tensions européennes ? Il serait naïf d'occulter les difficultés de la mise en œuvre, mais des axes clefs sont définis, avec des décisions fondatrices qui méritent d'être saluées. **L'Union Bancaire est ainsi en marche**, avec la mise en place d'ici à fin 2012, d'une **supervision bancaire européenne** qui impliquera la BCE mais requerra un avis unanime du Conseil Européen. Ce sera d'ailleurs un préalable à la **recapitalisation directe, sous conditions appropriées, des banques par le FESF puis le MES**, qui rompra le lien vicieux qui s'est établi entre les risques souverains et bancaires. L'Allemagne fait donc de nettes concessions mais

ne signe pas un blanc-seing! Les fonds d'intervention n'auront pas le statut de créancier senior, ce qui dégonflera les ratios de dette/PIB des pays bénéficiaires dont ferait partie en priorité l'Espagne. **FESF et MES auront en outre davantage de flexibilité pour intervenir sur les dettes publiques européennes**, en particulier sur le marché primaire, sous condition du respect d'un mémorandum signé par l'Etat aidé. Ces décisions constituent l'amorce d'une **Europe plus teintée de fédéralisme**, mais au chapitre des déceptions de ce sommet, citons l'absence de progrès sur la mutualisation des dettes (ni Eurobills, ni Eurobonds), ou sur une garantie européenne de dépôts.

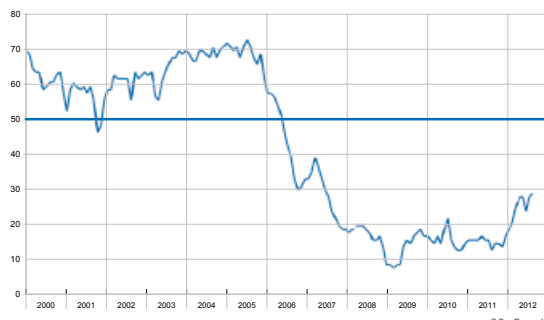
• L'autre grand thème de ce mois de juin, qui s'imposera tout au long de l'été si le stress périphérique s'apaise enfin, est celui de la croissance. Juste avant le rebond sur les actions, l'observation des écarts de performances sectorielles mensuelles est très révélateur de cette préoccupation: alors que le secteur bancaire est en ligne avec des indices globaux quasi égaux, les secteurs défensifs sur-performent très nettement tandis que les secteurs cycliques plongent ! **Les inquiétudes sur la croissance mondiale vont probablement persister**, car **l'expansion américaine s'affaiblit**, les **économies émergentes amorcent une transition peu avancée** vers un modèle moins tourné vers les exportations ou la production des matières premières, et **l'Europe est aux portes de la récession**. La saison des résultats qui s'ouvre sera cruciale pour mesurer les impacts micro-économiques de ces incertitudes, alors que des ajustements drastiques de perspectives bénéficiaires ont d'ores et déjà été opérés par les analystes.

En synthèse, l'été s'ouvre dans un **climat de soulagement sans angélisme**, et le niveau général des valorisations autorise un renforcement des risques en portefeuilles que nous détaillons en dernière page, modulo une **extrême vigilance sur les indicateurs macro-économiques mondiaux**.

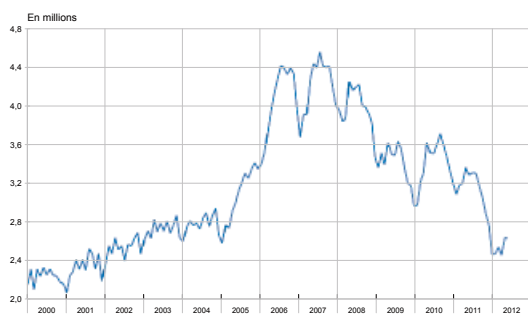
Les dernières informations conjoncturelles reflètent un ralentissement de la croissance mondiale au deuxième trimestre. **L'économie mondiale poursuit son expansion à un rythme plus modéré et surtout perturbé par plusieurs chocs plus ou moins exogènes.** Au Japon, l'effet négatif du tsunami a été suivi d'un rebond d'activité marqué (et probablement temporaire) sous l'effet du retour vers la normale mais aussi des efforts de reconstruction. La croissance enregistre aux États-Unis et en Europe les conséquences immédiates du durcissement des politiques budgétaires, et de façon générale dans l'ensemble du monde l'impact de la hausse des prix du pétrole de 2010 et 2011. Ces facteurs sont plutôt négatifs à court terme pour l'activité. Il s'y est ajouté la forte inquiétude sur l'avenir de la zone euro et l'instabilité financière chronique. Il n'est pas surprenant dans ces conditions que l'expansion économique mondiale ait été nettement freinée.

Les deux graphiques illustrent l'assainissement du marché de l'immobilier de logement aux États-Unis. Les stocks de logement à la vente sont revenus à leur niveau de 2002. Les excédents de stocks paraissent résorbés. Les prix ont amorcé une remontée encore modeste. Le sentiment des promoteurs s'améliore et, de façon plus concrète, le nombre de permis de construire augmente depuis plus d'un an.

Etats-Unis : indicateur d'opinions agrégé des constructeurs sur le marché immobilier résidentiel



Etats-Unis : total des stocks de logements à vendre dans le neuf et l'ancien en millions



Les interrogations concernent désormais aussi les pays émergents. La croissance du Brésil a été jusqu'ici soutenue par une large distribution de crédit bancaire et par la baisse des taux d'intérêt exigés par les banques. Pour l'instant, la situation favorable du marché du travail soutenait la consommation mais cette politique bute actuellement sur la capacité de remboursement des ménages et sur l'augmentation du nombre des défauts de paiement. Les pouvoirs publics ont annoncé des mesures de soutien, dont l'ampleur reste toutefois limitée. En Asie, l'Inde a déjà assez nettement ralenti et les indices des directeurs d'achat en Chine ont reculé. La Banque des Règlements Internationaux vient de façon plus générale d'attirer l'attention sur le risque de dégradation de la qualité du crédit dans les pays émergents, risques qu'elle considère même comme potentiellement "de même ampleur que celle connue dans les économies développées dans les années précédant la crise".

Dans la zone euro, il ne s'agit pas d'un simple ralentissement mais d'une quasi-récession. Les enquêtes d'opinion auprès des chefs d'entreprises s'enfoncent en territoire négatif et sont proches des niveaux de 2001 ou de 1991, années de récession industrielle. La croissance moyenne annuelle de la zone euro devrait être proche de zéro en 2012. **En France, la conjoncture s'est nettement dégradée.** Les indices de confiance des chefs d'entreprises reculent depuis trois mois dans l'industrie et dans les services. Les mises en chantier diminuent. La baisse du pouvoir d'achat des ménages ne permet pas d'attendre un rebond prochain de la consommation et la dégradation financière des entreprises pèsera sur l'investissement. Enfin, l'annonce d'un "choc fiscal" suscite des comportements restrictifs. Seules, les exportations continuent d'exercer un effet moteur sur la production, effet qui semble insuffisant pour espérer une croissance supérieure à 1 % au cours des prochains trimestres.

Au total, dans l'ensemble du monde, à l'examen des enquêtes de conjoncture, nous ne voyons pas de raisons d'accroissement majeure du ralentissement, hors le cas d'une crise incontrôlée de la zone euro qui pour l'instant semble plutôt s'éloigner. **Nous voyons plutôt des facteurs de soutien de l'activité mondiale,** qui devraient déboucher sur une désinflation supplémentaire et une amélioration des perspectives économiques d'ici 2013.

Perspectives économiques

Au cours des prochains trimestres, les facteurs positifs sur l'activité mondiale devraient l'emporter sur les facteurs négatifs. L'hypothèque européenne n'est certes pas complètement levée mais ainsi que nous l'envisagions dans notre précédente Lettre, le Sommet européen des 28 et 29 juin, le dix-huitième depuis le début de la crise, s'est soldé par un compromis. L'Allemagne a accepté que les fonds de secours européens (FESF et bientôt le MES) achètent de la dette souveraine et recapitalisent directement les banques en difficulté sans statut de créanciers privilégiés dans le strict cadre d'une supervision sous l'autorité de la BCE, à mettre en place si possible avant la fin de l'année 2012. La France a reporté à plus tard sa proposition d'"eurobonds" peu réaliste au stade actuel. Elle a renoncé à renégocier le Traité sur le Pacte budgétaire et devra intégrer une "règle d'or" dans la loi française, mais pas nécessairement dans la Constitution elle-même. Quant à la question grecque, elle n'est même plus mentionnée.

L'impact économique du Sommet européen devrait être favorable. Les chefs d'État ont adopté notamment un "plan de croissance" de 120 milliards d'euros, soit 1 % du PIB européen. Ce chiffre ne doit pas faire trop illusion. Il consiste en partie à engager des capitaux qui l'auraient été probablement et il concerne des projets d'infrastructure longs à identifier et encore plus à mettre en œuvre. L'impact nouveau sur les années prochaines est de l'ordre de un à deux millièmes du PIB européen par an.

Un point essentiel est que la ratification des nouveaux Traités européens se poursuit. L'Allemagne vient de ratifier les deux Traités, Pacte budgétaire et MES. La France a déjà

approuvé le MES et adoptera prochainement le Pacte budgétaire en l'état. Dans l'immédiat, les échéances financières seront donc assurées et les marchés peuvent reprendre leur souffle. Au-delà, des orientations vers une plus grande intégration sont mises à l'étude, démarche incontournable pour la zone euro. Mais il est vrai aussi que les exemples de banques qui se préparent à "des années de rigueur" et de réduction des coûts se multiplient en Europe sous la double contrainte de l'environnement économique et du renforcement des ratios de fonds propres par Bâle 3. Par ailleurs certains pays comme les Pays-Bas contestent déjà l'interprétation du compromis européen, et surtout les mesures structurelles de convergence européenne restent à prendre. **L'avenir à court terme paraît plus assuré que l'avenir à moyen terme et le retour de périodes de tensions reste probable.**

Hors d'Europe, deux points essentiels concernent les États-Unis et les prix des produits de base. **Aux États-Unis, la partie descendante du cycle de l'immobilier américain touche à sa fin.** Les prix des logements sont stabilisés dans toutes les métropoles suivies par l'indice Case-Schiller et l'indice général a même commencé à se redresser. Les ventes de logements augmentent et les stocks à la vente diminuent. L'indice de confiance des promoteurs remonte depuis un an et le mouvement s'accélère plutôt. Enfin, **la baisse des prix des matières premières et du pétrole constitue un puissant facteur de soutien** de la demande dans les pays consommateurs. Celui-ci devrait faire sentir ses effets positifs avant la fin 2012 de sorte que les perspectives de croissance de l'ordre de 1 % pour l'Europe et de 2 à 2,5 % pour les États-Unis peuvent être maintenues pour 2013.

Scénario de référence pour 2012-2013

		2012	2013
Taux de croissance*	États-Unis	2,30	2,50
	Zone euro	0,00	1,00
Taux d'inflation*	États-Unis	1,90	1,70
	Zone euro	2,00	1,80
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,25
	BCE	0,75	0,75
Taux à 10 ans**	T-notes US	2,00	2,50
	OAT	3,00	3,00

En termes de moyenne annuelle, l'année 2013 devrait être meilleure que 2012 sous réserve toutefois que la crise européenne continue d'être endiguée. La remontée des taux longs pourrait rester modeste notamment grâce à la désinflation. On notera que ces moyennes annuelles impliquent une ré-accélération du rythme d'activité, facteur favorable aux marchés d'actions.

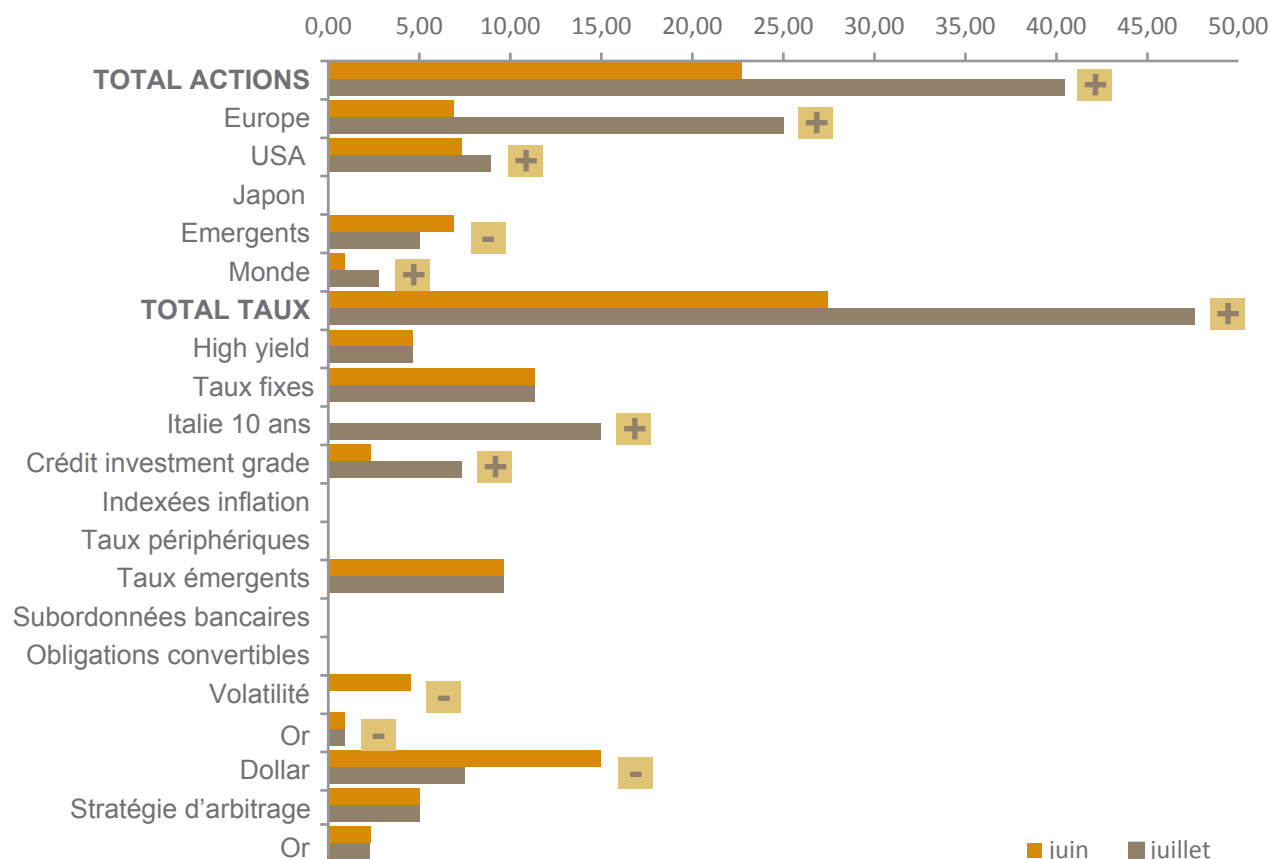
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

Nos convictions

La gestion flexible

Notre gestion flexible, fondée sur les principes de la gestion dissymétrique™, est illustrée au travers du fonds diversifié LFP Patrimoine Flexible.

Variation mensuelle de nos allocations (en %)



Soulagement sans angélisme

Les élections grecques et les décisions prises lors du dernier sommet européen ont levé une partie des incertitudes qui pesaient sur les marchés depuis le mois d'avril.

Malgré une volatilité toujours en baisse qui reflétait un net désintérêt des investisseurs, nous commençons à observer, par manque de liquidité, un début de dislocation sur certaines classes d'actifs.

Le retour à davantage de sérénité va permettre aux classes d'actifs de retrouver une hiérarchie de valorisation plus normalisée.

Nous avons le mois dernier, fortement réduit le risque du portefeuille pour positionner le curseur à 40 % de l'enveloppe autorisée, nous revenons à un niveau plus offensif de 80 %.

Nous augmentons la pondération des actions européennes

considérant que le différentiel de performance acquis depuis un an par le marché américain (22%) devrait aujourd'hui se traduire par un rattrapage de l'Europe.

Nous investissons 15% du portefeuille sur des obligations souveraines italiennes à 10 ans qui devraient profiter des avancées concrètes du dernier sommet.

Nous profitons de la dégradation du crédit, en particulier bancaire, pour augmenter nos positions et diminuer la part du monétaire toujours pénalisante dans ce contexte de taux bas. Nous privilégions ainsi les positions High yield US et euro de maturité courte.

Nous cédonc la position sur la volatilité initiée le mois dernier en protection et prenons des profits sur la moitié de notre position en dollar.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. La Française AM ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de La Française AM.